

审慎推荐-A (首次)

洲际油气 600759.SH

目标估值: 7-7.6 元  
当前股价: 6.35 元  
2017 年 05 月 01 日

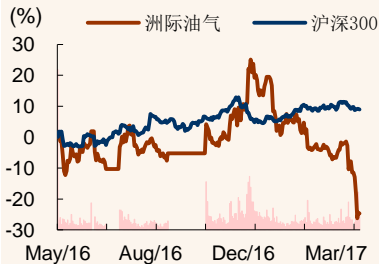
低油价控成本, 未来享受油价弹性

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	226351
已上市流通股(万股)	158083
总市值(亿元)	144
流通市值(亿元)	100
每股净资产(MRQ)	2.4
ROE(TTM)	1.0
资产负债率	66.1%
主要股东	广西正和实业集团有
主要股东持股比例	29.38%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-19	-27	-24
相对表现	-18	-30	-33



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn  
S1090517030001

事件:

公司发布 2016 年年报和 2017 年一季报, 2016 年公司实现营业收入 12.06 亿元, 同比下降 4.34%, 实现归属于上市公司股东的净利润 4311 万元, 同比下降 33.48%, 实现归属于上市公司扣非后的净利润-2.10 亿元, 同比下滑 35.28%, 实现每股 EPS 0.019 元。

2017 年一季度公司实现营业收入 7.32 亿元, 同比增长 203.21%, 实现归属于上市公司股东的净利润 1264 万元, 同比增长 950.34%, 实现归属于上市公司扣非后的净利润 687 万元, 同比增长 120.26%, 实现每股 EPS 0.0056 元。

2017 年 4 月 27 日, 公司公告了控股股东及董监高增持股份计划, 公司控股股东广西正和及其控股子公司将在未来 6 个月内通过上海证券交易所交易系统增持公司股份, 金额在 5000~10000 万元; 公司全部或部分董监高及公司主要骨干人员将增持公司股票金额 5000~10000 万元。

评论:

1、受油价下跌影响, 2016 公司油气业务盈利有所下滑, 2017Q1 随油价反弹

尽管受油价下跌影响, 公司 2016 年油气销售收入 10.15 亿元, 同比下滑 3.24%, 收入下降幅度大大低于布伦特平均油价下跌幅度。全年公司共销售 59.72 万吨原油, 同比增长 8.54%, 公司油气业务利润略有下降, 主要是财务费用增加 1.4 亿元, 原因是 15 年 7 月的新增马腾克山相关的项目贷款在 16 年全年产生财务费用, 另外因产量提升、以产量法计提的折旧和摊销也有相应增加。

2017Q1 公司实现营业收入 7.32 亿元, 同比大幅增长 203.21%, 主要是两方面的原因: 一是本期公司新增合并运输公司, 二是 2017Q1 国际原油平均价格达到 55 美元/桶, 同比增加了近 20 美元/桶, 且克山公司原油产量增加。两方面的因素促使公司 2017Q1 营业收入大幅增加。

2016 年公司共销售 59.72 万吨原油, 同比增长 8.54%, 平均实现原油销售价格约 34.7 美元/桶, 同比下降 8.27 美元/桶。2016 年布伦特原油均价 45 美元/桶, 同比下降 8.7 美元/桶, 因此总体看公司 2016 年原油平均销售价格下降幅度与国际原油价格下降幅度基本匹配, 公司实现油价低于国际油价主要是公司的油田位于哈萨克斯坦, 根据规定, 其生产的原油需在国内销售一部分, 而在哈国内销售的价格远低于国际均价。

2017Q1 公司实现营业收入 7.32 亿元, 同比大幅增长 203.21%, 主要是两方面的原因: 一是本期公司新增合并运输公司, 二是 2017Q1 国际原油平均价格达到 55 美元/桶, 同比增加了近 20 美元/桶, 且克山公司原油产量增加。两方面的因素促使公司 2017Q1 营业收入大幅增加。

2017Q1 公司共销售原油 20.70 万吨, 同比增加了 6.44 万吨, 共生产原油 18.15 万吨, 同比提升了 16.23%, 公司原油销售实现营业收入 4.7 亿元, 同比增长 115%, 实现净利润 8166 万元, 同比增长 402%, 产量提升的主要原因是克山公司的老井进行了修复和采油方案的优化, 对马腾公司所属的马亭、东科和卡拉三个成熟油田通过补孔、堵水、换层和酸化等一系列措施延缓了产量的递减。

## 2、公司财务费用大幅增加压缩了公司盈利

2016 年公司财务费用达到 3.24 亿元, 同比增加了 1.36 亿元, 2017Q1 公司财务费用达到 1.25 亿元, 同比增加 4751 万元。截止 2017 年 3 月 31 日, 公司长短期借款和应付债券总额达到 61 亿元, 总体看财务压力比较大, 如果定增募集资金顺利完成, 公司的财务压力将得到一定的缓解, 同时公司目前持有上市公司焦作万方 1.046 亿股, 市值接近 10 亿元, 是未来公司减轻财务负担的选择之一。

## 3、低位抄底油服公司, 未来盈利改善可期

2016 年 12 月 15 日公司与安东集团、惠博普三方签订了《洲际油气与安东集团、惠博普深度合作战略协议》, 同日公司与安东集团签署了股份认购协议, 公司以每股 1.008 港元认购安东集团 221,619,604 股股份, 约占安东集团现已发行股份的 8.33%, 股权已经在 2017 年 1 月 25 日取得。我们认为目前油服行业处于景气低点, 安东油服公司的市值也大幅缩水, 目前投资油服公司是一个比较好的战略时点, 而且未来公司与油服公司业务合作的空间较大。

## 4、收购哈国油气运输公司 50%的股权, 增强公司盈利能力

2016 年公司控股子公司新加坡洲际与 Trade Commerce Oil 签订了股权转让协议, 以 1.003 亿美元的价格收购了 Trade Commerce Oil 持有的哈国油气运输公司 50%的股权, 哈国油气运输公司主要从事石油和液化天然气的运输、储罐租赁和委托寄存服务, 旗下拥有 Premium Oil Trans LLP、Ertys Service LLP、Kazykurt South LLP 以及 Batys Petroleum LLP 100%的股权以及 DTI-AOR LLP 70%的股权, 公司是哈国三大炼油厂石油产品交易货运服务和货车租赁的主要提供商, 提供的石油运输和货车租赁服务在哈国市场客户来源稳定, 市场占有率大, 竞争优势明显, 在整个哈国石油运输行业中占据着领先主导地位。

2016 年哈国油气运输公司实现净利润 1.51 亿元, 2017Q1 其实现净利润 3729 万元, 盈利非常好, 未来哈国油气运输公司一方面可以为公司贡献可观的利润, 另一方面可以为公司马腾和克山油田提供运输、租赁等服务。

## 5、公司定增收购涪洲鑫科稳步推进中, 重组完成后公司原油储量和产量将上一台阶

根据公司 2017 年 3 月 7 日公布的重大资产重组修订预案, 公司拟通过发行股份的方式购买宁波华盖嘉正等 4 名交易对方合计持有的上海涪洲鑫科 96.70%的股权, 目前公司已经持有涪洲鑫科 3.30%的股权, 此次重组完成后, 公司将持有涪洲鑫科 100%的股权, 从而间接控制涪洲鑫科拥有的标的油气资产, 包括班克斯公司 100%股权和基傲投资 100%股权, 双方商定上海涪洲鑫科 96.70%股权的交易价格为 33.615 亿元, 公司拟发

行股份的价格为 7.33 元/股，拟发行不超过 458594815 股。根据天源评估的《评估报告》，预计班克斯 2017~2020 年的净利润分别为-3372.7、756.6、5534.8 和 14416.5 万美元，其中发行对象之一常德久富贸易承诺如果班克斯在 2017~2020 年合计净利润不足评估报告 4 年合计的 17135.2 万美元，常德久富贸易用股票或现金补足差额，本次发行的股份锁定期为 36 个月。

同时拟配套融资不超过 32 亿元，募集配套资金用于支付本次并购交易税费、班克斯公司产能建设项目，募集资金的拟发行对象为深圳安达畅实业、金砖丝路二期，公司 2016 年 9 月 20 日分别与他们签订了发行股份募集资金协议，发行价格 7.33 元/股，拟发行不超过 436562073 股，锁定期 36 个月。

目前公司已回复中国证监会对本次重组的两次书面反馈意见，重组正在积极推进中。

目前公司旗下的油气资产主要是之前收购的马腾和克山油田，截止 2015 年 12 月 31 日，其 1P 储量 1708.2 万吨，而班克斯目前的 1P 储量为 1994.9 万吨，重组成功后，公司油气的 1P 储量将增长 116.8%。此外，公司每年的原油产量也将大幅提升，2016 年马腾和克山公司原油产量合计 63 万吨，班克斯 2015 年的原油产量为 120 万吨，重组完成后公司的原油产量将提升至接近 200 万吨/年。

表 1: 公司目前油气储量及班克斯油气储量 (万吨) (2015 年 12 月 31 的数据)

油田名称	证实储量	证实+概算储量	证实+概算+可能储量
Patos-Marinza	1950.8	3020.6	4188.9
Kucova	44.1	190.5	438.1
班克斯总计	1994.9	3211.1	4627.0
马腾公司	1129.3	1340.7	1501.6
克山公司	578.9	1094.1	1205.8
重组前合计	1708.2	2434.8	2707.4
重组后总计	3703.1	5645.9	7334.4

资料来源：招商证券

班克斯公司在加拿大和英国两地上市，主要运营位于阿尔巴尼亚的 Patos-Marinza、Kucova、Block F 区块，其中，Block F 是勘探区块，尚未进入生产阶段；Patos-Marinza、Kucova 是在产油田区块，是班克斯公司拥有的两个主要区块。Patos-Marinza 油田位于阿尔巴尼亚南部，矿权面积约为 202 平方公里，矿区北部为平原，南部为丘陵，目前该油田主要开发生产区位于矿区中北部；Kucova 油田位于阿尔巴尼亚中心都拉斯盆地的东南部，矿权面积为 53.5 平方公里；Block.F 为勘探区块，紧邻 Patos-Marinza 区块，面积约 750 平方公里。

截至 2015 年 12 月 31 日，班克斯公司在产的生产井 476 口，Patos-Marinza 油田是欧洲大陆（不含俄罗斯）最大的油田，公司的生产井主要集于此，也贡献了班克斯公司的主要产能；班克斯公司的证实+概算储量（也称 2P）约 2 亿桶，地质储量逾 8 亿桶。

班克斯油田目前储量动用程度低、剩余可采储量较大，公司收购班克斯后将会对班克斯的原开采工艺进行改进，将采用两项全球最新、最实用的油田开发技术，即将之前的完井工艺由原来的三寸半普通筛管变为 FluxRite 完井管柱，同时将目前的注聚合物驱油变为注交替蒸汽驱油，新的工艺改造实施后，预计班克斯的平均单井开采年限由目前的 3 年增加到 15 年，油田采收率从 11% 提高到 35% 以上，平均单井累计产油由目前的 2 万吨不到提高到 6 万吨，平均每桶开采成本下降三分之一。

上海基傲投资的主要资产是其间接控股 NCP 公司持有的位于 5 个区块资产，主要业务为通过 NCP 公司在哈萨克斯坦从事石油勘探。目前 NCP 公司持有的 5 个区块的地下



资源使用合同均处于勘探期并已取得哈萨克斯坦能源部的批准，至 2016 年 11 月 14 日到期。合同到期后，NCP 公司有权将五份合同延期，可延期两次，每次延期为两年；NCP 公司需在合同到期前提前三个月申请延期。根据最新的第三方资源量报告，五个区块合计的石油地质资源量为 17.41 亿吨，可采资源量为 6.09 亿吨。

NCP 公司所拥有的五个油气勘探区块分别位于滨里海盆地的巴雷科什 (Balykshi)、卡拉巴斯 (Karabas)、东扎尔卡梅斯 (Zharkamys East)、位于北乌斯丘尔特盆地的萨伊乌杰斯(Sai-Utes)以及位于曼格什拉克盆地的阿克套 (Aktau)，总面积 9849 平方公里。部分区块勘探已取得石油发现，有望进一步扩大勘探成果；另外仍有大面积未勘探但潜力巨大的区域，未来增储潜力巨大。

## 6、大股东认购发行股份募集资金 90%以上的份额及启动增持计划，彰显对未来发展的信心

公司此次发行股份募集资金的发行对象之一深圳安达畅实业为公司控股股东的全资子公司，其将认购 29 亿元，占发行比达到 90.63%，彰显了公司实际控制人和控股股东对公司未来发展的信心。通过此次资产收购和配套融资，控股股东及一直行动人的持股比例从 29.38%提升至 36.91%，大股东持股比例的提升有利于公司未来的资本运作，我们相信公司利用油价低迷的战略机遇期通过外延并购做大做强的决心。

目前公司的资产负债率达到 66.14% (截止到 2017-3-31)，发行股份募集配套资金后公司的资产负债率有望大幅下降，有利于减轻公司的财务负担，也有利于公司未来利用债务进行融资。

2017 年 4 月 27 日，公司公告了控股股东及董监高增持股份计划，公司控股股东广西正和及其控股子公司将在未来 6 个月内通过上海证券交易所交易系统增持公司股份，金额在 5000~10000 万元；公司全部或部分董监高及公司主要骨干人员将增持公司股票金额 5000~10000 万元。此次公司同时启动控股股东和董监高的增持计划，而且不设价格区间，彰显了公司及管理层对公司未来发展的信心。

## 投资建议

不考虑公司的定增，假设 2017~2019 年平均油价为 54 美元/桶、60 美元/桶和 65 美元/桶，我们预计公司 2017-2019 年净利润将分别为 0.80、1.87 和 3.02 亿元，EPS 分别为 0.04、0.08 和 0.13 元，对应目前的股价 6.35 元，PE 分别为 179.0、76.9 和 47.6 倍。

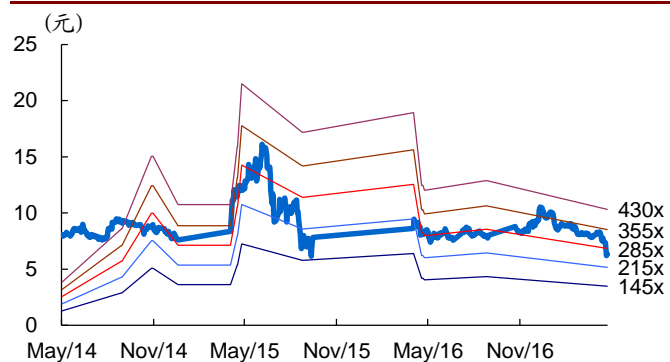
目前公司重组稳步推进，从进程看，我们假设公司重组在 2017 年三季度完成，2017 年并表 4 个月，其中收购资产的进程可能快于配套融资，假设共发行股份 895,156,888 股，我们预计公司 2017~2019 年的净利润分别为 2.44、9.84 和 12.86 亿元，EPS 分别为 0.08、0.31 和 0.41 元，对应目前的股价 6.35 元，PE 分别为 82.1、20.4 和 15.6。

目前公司收购上海浣洲鑫科 96.7%的股权稳步推进，收购完成后公司原油年产量将接近 200 万吨，未来三到五年规划发展到 500 万吨/年，公司将从一个中小型油气公司转变为中型油气公司，我们认为公司是比较纯的油价相关标的，油价上涨公司业绩弹性大，建议关注，鉴于目前原油价格低位，公司盈利能力未充分体现，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示:

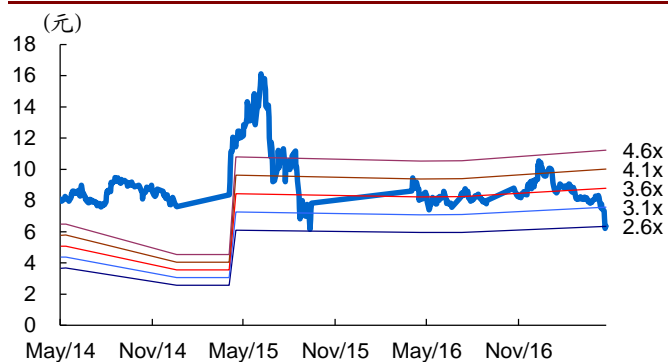
国际油价大幅下跌, 公司定增进度不达预期。

图 1: 洲际油气历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 洲际油气历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2772	3009	5126	6234	7073
现金	392	307	189	225	300
交易性投资	152	186	186	186	186
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	98	187	373	465	538
其它应收款	81	131	265	331	383
存货	1566	1661	3090	3774	4246
其他	482	538	1022	1254	1420
<b>非流动资产</b>	11424	14367	14288	14183	14180
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	43	627	551	448	446
无形资产	3	8	7	6	6
其他	11378	13732	13730	13729	13728
<b>资产总计</b>	<b>14195</b>	<b>17376</b>	<b>19414</b>	<b>20417</b>	<b>21252</b>
<b>流动负债</b>	4211	4900	7900	8680	9210
短期借款	1300	1815	4066	4251	4369
应付账款	292	526	980	1197	1347
预收账款	4	39	73	89	101
其他	2615	2520	2780	3142	3393
<b>长期负债</b>	4571	6377	6377	6377	6377
长期借款	2321	3019	3019	3019	3019
其他	2249	3358	3358	3358	3358
<b>负债合计</b>	<b>8781</b>	<b>11277</b>	<b>14277</b>	<b>15057</b>	<b>15587</b>
股本	2264	2264	2264	2264	2264
资本公积金	2245	2579	2579	2579	2579
留存收益	733	740	(181)	111	516
少数股东权益	173	517	476	407	307
归属于母公司所有者权益	5241	5582	4661	4954	5358
<b>负债及权益合计</b>	<b>14195</b>	<b>17376</b>	<b>19414</b>	<b>20417</b>	<b>21252</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	89	247	(67)	517	673
净利润	65	43	211	356	512
折旧摊销	268	308	379	305	203
财务费用	295	323	425	459	468
投资收益	(3)	(42)	(53)	(56)	(59)
营运资金变动	(525)	(418)	(992)	(479)	(354)
其它	(10)	34	(37)	(67)	(98)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3289)</b>	<b>(1136)</b>	<b>(247)</b>	<b>(144)</b>	<b>(141)</b>
资本支出	(195)	(153)	(300)	(200)	(200)
其他投资	(3095)	(982)	53	56	59
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1799</b>	<b>769</b>	<b>197</b>	<b>(337)</b>	<b>(457)</b>
借款变动	3036	994	1753	185	118
普通股增加	522	0	0	0	0
资本公积增加	(718)	334	0	0	0
股利分配	(871)	(1132)	(1132)	(63)	(107)
其他	(170)	573	(425)	(459)	(468)
<b>现金净增加额</b>	<b>(1401)</b>	<b>(120)</b>	<b>(118)</b>	<b>36</b>	<b>75</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1261	1206	2452	3056	3536
营业成本	599	600	1117	1364	1535
营业税金及附加	297	183	331	413	477
营业费用	150	171	196	232	258
管理费用	184	183	196	232	258
财务费用	189	324	425	459	468
资产减值损失	(1)	8	0	0	0
公允价值变动收益	259	281	20	20	20
投资收益	3	42	33	36	39
<b>营业利润</b>	105	61	239	413	598
营业外收入	36	44	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	139	103	237	410	596
所得税	75	68	67	124	184
<b>净利润</b>	64	35	170	287	412
少数股东损益	(0)	(8)	90	100	110
<b>归属于母公司净利润</b>	65	43	80	187	302
<b>EPS (元)</b>	0.03	0.02	0.04	0.08	0.13

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-9%	-4%	103%	25%	16%
营业利润	-11%	-42%	284%	70%	44%
净利润	-24%	-33%	85%	134%	62%
<b>获利能力</b>					
毛利率	52.5%	50.3%	54.4%	55.4%	56.6%
净利率	5.1%	3.6%	3.3%	6.1%	8.6%
ROE	1.2%	0.8%	1.8%	4.0%	6.1%
ROIC	1.4%	-0.4%	3.6%	4.6%	5.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.9%	64.9%	74.2%	75.0%	75.3%
净负债比率	27.1%	30.7%	37.2%	36.9%	36.7%
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
存货周转率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
应收帐款周转率	13.0	8.5	8.8	7.3	7.1
应付帐款周转率	1.8	1.5	1.5	1.3	1.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.03	0.02	0.04	0.08	0.13
每股经营现金	0.04	0.11	-0.09	0.16	0.22
每股净资产	2.32	2.47	2.00	2.07	2.18
每股股利	0.50	0.50	0.01	0.02	0.04
<b>估值比率</b>					
PE	221.8	333.4	179.0	76.9	47.6
PB	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4
EV/EBITDA	53.0	42.0	27.4	24.3	22.5

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**王 强**，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2 年石化企业运营经验、7 年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017 年 2 月加入招商证券。所在团队 2011-2016 年获得新财富石油化工行业 3 年第 1 名、3 年第 2 名，2012-2015 年连续 4 年获得水晶球石油化工行业第 1 名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。